

# Aktienytt

Aktieanalys - torsdag den 18 april 2019

## Marknadskommentar

### Skanska

Rek: KÖP

Riktkurs: 195 SEK

Pris: 175 SEK

### Kambi Group

Rek: KÖP

Riktkurs: 225 SEK

Pris: 165 SEK

## Veckans bolag

## I fokus nästa vecka

## Positiv start på rapportsäsong

Stockholmsbörsen inledde skärtorsdagen lätt nedåt men steg efter någon timmes handel över nollstrecket. Dagens huvudnummer är Sandviks rapport som visade en lägre vinst än väntat, vilket resulterade i att aktien backade ungefär 2%. Även SCB:s Arbetskraftundersökning kom in under dagen som visade att arbetslösheten låg på 7,1% i mars, något högre än väntat. I skrivande stund, torsdag klockan 12:00, är breda OMX Stockholm upp 1,7% och storbolagsindexet, OMXS30, upp 2,4% för veckan.

## Adderar en till bit till pusslet

Vi upprepar vår Köprekommendation och riktkursen 195 SEK inför Q1 som väntas den 26 april. Ordergång kommer troligtvis vara ner å/å, även om ytterligare tecken på stabilisering i Constructions marginaler väntas stödja. Återigen ser vi starka resultat i Commercial property development baserat på förannonserade avyttringar

## USA står för tillväxten under Q1

Nyckeln till tillväxt för Kambi är fortsatt USA, där intäkterna under Q1 2019p bör komma från både New Jersey och Pennsylvania. Vi förväntar oss en begränsad påverkan från regleringen av den svenska marknaden, då taxeringen mildras av den nya klienten, ATG. Sammantaget förväntar vi oss en stabil rapport där fokus ligger på USA. Vi upprepar riktkursen 225 SEK och rekommendationen Köp.

Bolag	Rek.	Riktkurs	Pris	Analytiker
Skanska	Köp	195 SEK	175 SEK	Albin Sandberg
Kambi Group	Köp	225 SEK	165 SEK	Hjalmar Ahlberg
Atlas Copco	Minska	247 SEK	279 SEK	Markus Almerud
SKF	Minska	152 SEK	175 SEK	Markus Almerud
Millicom	Köp	730 SEK	569 SEK	Stefan Billing
Balder	Köp	330 SEK	300 SEK	Jan Ihrfelt, CFA
Lundin Mining	Köp	57 SEK	54 SEK	Ola Soedermark
Intrum	Köp	295 SEK	254 SEK	Robin Rane
Peab	Köp	97 SEK	88 SEK	Albin Sandberg
AF Poyry	Köp	200 SEK	166,9 SEK	Ola Soedermark

Nästa vecka väntar vi ännu fler rapporter och riksbanken kommer med räntebesked.

## Börsnoteringar

veckans förändring

## Räntor och valutor

veckans förändring

## Marknadskommentar

Avstämning kl. 12:00

OMXSPI	↑	1,7%	OMXS30	↑	2,5%	DJIX	↑	1,2%	NASDAQ	↑	0,6%
618,3			1668,3			26449,5			7996,1		

SE10Y	↑	5	US10Y	↑	6	USD/SEK	↑	0,4%	EUR/SEK	↑	0,3%
0,27 %			2,559 %			9,32			10,49		

### Positiv start på rapportsäsong

Federal Reserve publicerade den regionala konjunkturrapporten Beige Book i onsdags kväll, som i likhet med den senaste upplagan, rapporterade om en knapp till måttlig tillväxt i den amerikanska ekonomin. I tisdags rapporterade Kina att BNP-tillväxten blev något starkare än väntat i 1 kvartalet och både industriproduktionen och detaljhandeln överraskade på uppsidan i mars. ZEW-indikatorn, som visar på tyska investerares och analytikers syn på ekonomin, överraskade i april med en svagare än väntad nulägesbedömning men en starkare än väntad bedömning av framtidsutsikterna. Utsikterna i euroområdet ZEW förbättrades också. Indikatorerna befinner sig dock fortsatt på relativt låga nivåer. I Sverige visade Valueguards boprisdata under torsdagen på en stabil men något uppåtriktad utveckling i mars.

På bolagsfronten är Lundin Mining upp ungefär 7% för veckan sedan de meddelat om ett köp av koppar- och guldgruvan Chapada i Brasilien för 800 miljoner dollar kontant. Morgan Stanley ansåg att förvärvet såg hyfsat bra ut baserat på affärens vinstmultiplar. Kinnevik är upp nästan 2% för veckan sedan Zalando rapporterat en omvänd vinstvarning under tisdagen och därmed har stigit med nästan 10% på Frankfurtbörsen. ABB steg med mer än 5% på beskedet att den i ägarled omtvistade vd:n Ulrich Spiesshofer lämnar och sedan industribolaget samtidigt släppt delårssiffror som visade att det operativa ebita-resultatet var något lägre än vad analytikerna väntat sig, medan omsättning och orderingång var i linje med förhandstipsen. Ericsson är upp runt 3% för veckan efter en delårsrapport som slog analytikernas förväntningar på de flesta punkter. Framförallt var rörelseresultatet bättre än förhandstipsen.

Handelsbanken som var först ut bland storbankerna att visa korten för det första kvartalet sjönk dock 2,7 procent. Räntenettet blev något lägre än vad analytikerna hade räknat med. Rörelseresultatet ökade med 18 procent, men det hängde ihop med att styrelsen har beslutat att inte göra avsättning till personalens vinstdelningssystem Oktogonen för 2018. Övriga storbanker påverkades ej särskilt mycket. Swedbank klättrade för femte dagen i rad genom en uppgång på 0,9 procent. Sandvik rapporterade under torsdagen en vinst lägre än väntat, men orderingången var högre än analytikernas förväntningar.

Utanför storbolagsindexet har nätbanken Avanza backat 7% under veckan efter att ha redovisat såväl rörelseresultat som intäkter under Bloombergs snittprognos. Förpackningstillverkaren Billerud Korsnäs är nere mer än 4% efter en rapport där rörelseresultatet i stort sett var i linje med förväntningarna. Kommande kvartal ser dock lite dystrare ut då planerade underhållsstopp, kostnader för den nya kartongmaskinen KM7 och prispress kommer att sätta avtryck i resultaträkningen, enligt Kepler Cheuvreux.

## Skanska

Rek: KÖP

Riktkurs: 195 SEK

Pris: 175 SEK

Analytiker: Albin Sandberg

P/E 18	16,9
P/E 19	13,8
P/E 20	13,6
EV/EBIT 18	13,0
EV/EBIT 19	10,5
EV/EBIT 20	9,9
Utdelning per aktie 18	6,00 SEK
Utdelning per aktie 19	6,25 SEK
Utdelning per aktie 20	6,50 SEK
Direktavkastning 18	3,7%
Direktavkastning 19	3,6%
Direktavkastning 20	3,7%
Net Debt/EBITDA 18	-0,5
Net Debt/EBITDA 19	-0,6
Net Debt/EBITDA 20	-0,8

## Adderar en till bit till pusslet

Vi upprepar vår Köprekommendation och riktkursen 195 SEK inför Q1 som väntas den 26 april. Ordergången kommer troligtvis vara ner å/å, även om ytterligare tecken på stabilisering i Constructions marginaler väntas stödja. Återigen ser vi starka resultat i Commercial property development baserat på förannonserade avyttringar.

### Stark återhämtning för VPA å/å väntas för 2019p

Med stöd från lättare jämförelser, ser vi en VPA-tillväxt för 2019p på över 30% å/å. Samtidigt som ordergången väntas sjunka, noterar vi att Skanska går in i 2019 med en orderbok som är upp 2% å/å. Vidare tar vi komfort i att konsensus (och KECH) EBIT-marginaler för Construction på 2,4-2,9% är under bolagets mål på 3,5% (10-årsnitt på 2,7%).

### Viktigaste punkter från kapitalmarknadsdag

Under Q1, höll Skanska sin kapitalmarknadsdag, och lyfte att de är kvar i investeringsmode, med ett justerat nettoskuldsmål på max 9 miljarder SEK (jämfört med nettokassapositionen vid slutet av 2018 på 2,1 miljarder SEK). Som tillägg, för att förbättra deras bästa division, Constructions, EBIT-marginaler, är decentralisering, striktare ordergångsprocedurer och att fortsätta med deras kravhanteringsproblem viktiga komponenter.

### Inför Q1 den 26 april

Våra viktigaste förväntningar inkluderar en ordergång på 30 miljarder SEK, försäljning på 39,2 miljarder SEK, EBIT på 947 MSEK och en VPA på 2,02 SEK. Jämfört med konsensus, är vi i stort sett i linje med Q1 2019p EBIT. I linje med ledningens kommentarer från tidigare kvartal och deras fokus på att förbättra Constructions lönsamhet hellre än att jaga volymer, förväntar vi oss att ordergången minskar å/å.

### Köp och 195 SEK upprepas

Vi gör mindre positiva förändringar till 2019p VPA, drivet av ytterligare kommersiella fastighetsavyttringar, sedan våra senaste uppdateringar, samtidigt som VPA och utdelning för 2020p-2021p är oförändrade. Vår riktkurs på 195 SEK är baserad på en mix av summan-av-delarna (viktiga delar inkluderar Construction på 8x 2019p EBIT och fastighetstillgångar värderade i linje med estimerade marknadsvärden), historiska och jämförelsemultiplar. Vi estimerar att Skanska handlas till ett P/E på 13,9x på 2019p, EV/EBIT på 10,5x och en direktavkastning på 3,6%, jämfört med 5-årsnittet på 14,7x, 10,8x och 4,7%. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/17 07:21

## Kambi Group

Rek: KÖP

Riktkurs: 225 SEK

Pris: 165 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

P/E 18	47,7
P/E 19	43,0
P/E 20	23,5
EV/EBIT 18	33,5
EV/EBIT 19	29,7
EV/EBIT 20	15,8
Utdelning per aktie 18	0,00 SEK
Utdelning per aktie 19	0,00 SEK
Utdelning per aktie 20	0,00 SEK
Direktavkastning 18	0,0%
Direktavkastning 19	0,0%
Direktavkastning 20	0,0%
Net Debt/EBITDA 18	-1,4
Net Debt/EBITDA 19	-1,6
Net Debt/EBITDA 20	-1,4

## USA står för tillväxten under Q1

Nyckeln till tillväxt för Kambi är fortsatt USA, där intäkterna under Q1 2019p bör komma från både New Jersey och Pennsylvania. Vi förväntar oss en begränsad påverkan från regleringen av den svenska marknaden, då taxeringen mildras av den nya klienten, ATG. Sammantaget förväntar vi oss en stabil rapport där fokus ligger på USA. Vi upprepar riktkursen 225 SEK och rekommendationen Köp.

### Intäktsåterhämtning i New Jersey i mars

Efter ett tapp av intäkter inom onlinebetting i New Jersey i februari, var mars en väldigt stark månad, där onlineintäkterna uppgick till 24,3 MUSD, jämfört med 12,8 MUSD under februari. Kambis största klient, DraftKings, visade intäkter om 7,3 MUSD, upp från 3,7 MUSD i februari. Dock var deras viktigaste konkurrent, FanDuel, den största vinnaren, med intäkter om 13,3 MUSD, vilket innebär en marknadsandel på 55%. Intäkterna från Pennsylvania har ännu inte offentliggjorts, men siffrorna från New Jersey, gällande mars, visar på en kraftig ökning från februari. Den största potentialen är dock i Pennsylvania där onlinebetting inom sport kommer att legaliseras under H2 2019p.

### Begränsad påverkan från svensk reglering

Vi förväntar oss en begränsad påverkan från den svenska regleringen av marknaden under Q1 2019p, trots att Kambi kommer att påverkas av den nya spelskatten på 18%. En negativ effekt syns främst på onlinecasino och har än så länge inte drabbat onlinesportbetting lika hårt.

### Vi upprepar Köp

Sammantaget förväntar vi oss en stabil Q1-rapport från Kambi. Fokus kommer att ligga på förväntningar och utsikter för USA, där nästa stora möjlighet kan vara landbaserad sportbetting i New York, som kan vara på plats till slutet av 2019p. Om vi ser till 2020-21p, finns det en stor tillväxtpotential bland annat i Illinois, Massachusetts och Connecticut. Med en solid tillväxtpotential under de kommande åren, upprepar vi Köp och riktkursen 225 SEK. Riktkursen är baserad på genomsnittet av 25x EV/EBIT och en kassaflödesmodell (WACC 11,2%, långsiktig EBITDA-marginal 40%).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/16 07:38

# Atlas Copco

Rek: MINSKA

Riktkurs: 247 SEK

Pris: 279 SEK

Analytiker: Markus Almerud

## Positiv potential återspeglas redan

Med en uppgång på över 30% hittills i år är värderingen på historiskt höga nivåer och vi bedömer att det mesta av den positiva potentialen redan är inprisad. Kombinerat med fortsatt risk för marginalerna inom Vakuumteknik från nedgången av högmarginalförsäljning inom halvledare bedömer vi att kvoten risk/avkastning är negativ och vi nedgraderar Atlas Copco till Minska (Behåll). Riktkursen höjs till 247 SEK (238).

### Kompressorteknik kommer att fortsätta sakta ned

Viss positiv statistik, särskilt från Kina, tillsammans med ändrade räntebanor från centralbanker har fått riskaptiten att återvända till marknaderna men man ska komma ihåg att affärsmiljön för ingenjörer fortfarande mattas. Även om Kompressorteknik avslutade året med en stark orderbok förväntar vi oss avtagande tillväxt under Q1 och negativ tillväxt under Q2. Rörelsemarginalen bör stanna omkring 23%.

### Vakuumteknik lider av lägre orderingång

Vi bedömer att orderingången från industrin inom halvledare föll med 30-40% under andra halvåret 2018 och att vi ännu inte fått se den effekten få genomslag i försäljningen. Då försäljning relaterad till halvledare är mer lönsam, jämfört med övrig industriförsäljning, ser vi ytterligare risk för marginalerna, även om konsensus kommit ned till 22,5% för 2019 (25% 2018). Konsensus antar en återhämtning andra halvåret inom halvledare men visibiliteten är mycket låg och det finns få konkreta tecken på en återhämtning.

### Positiv potential återspeglas redan – Minska (Behåll)

Om vi exkluderar perioden omkring avknopningen av Epiroc, vilket stör siffrorna, är Atlas Copcos värdering omkring alla tiders högsta på 12 månaders framåtblickande P/E, relativt marknaden och relativt Sandvik. När vi beräknar riktkursen använder vi målmultiplarna (P/E 18x och EV/EBIT 14x) för resultatet 2021p, vilket vi sedan diskonterar tillbaka till utgången av 2019 samt en kassaflödesvärdering. Målmultipeln är i stort sett i linje med historiska genomsnitt. Efter en uppgång på 30% hittills i år ser vi en nedsida på mer än 10% i aktien i förhållande till vår nya riktkurs 247 SEK (238) och sänker rekommendationen till Minska (Behåll).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/18 06:56

# SKF

Rek: MINSKA

Riktkurs: 152 SEK

Pris: 175 SEK

Analytiker: Markus Almerud

## Inför Q1: fortsatt avmattning men höjd riktkurs

Med en försvagande pris/mix och en avmattande organisk tillväxt, kommer en operationell hävstång inte vara tillräcklig för att kompensera för högre kostnader, och med negativ tillväxt under 2020p, ser vi en minskande EBIT under 2019p-2020p. Marknadsmultiplar har ökat, och med ledande indikatorer såsom en ökning i IFO, höjer vi vår riktkurs från 124 SEK till 152 SEK, men då vi ser en fortsatt nedsida till konsensus upprepar vi Minska.

### Fortsatt avmattning i organisk tillväxt under 2019

Drivet av fallande fordonsvolym, tror IHS att globala fordonsproduktionen minskar med 7% under Q1, och 1% under 2019p, och med avmattande generella ingenjörsjobb, förväntar vi oss att organisk tillväxt ska fortsätta sakta ner under 2019p. Vi estimerar en organisk tillväxt på 2% under Q1 (ingen volymtillväxt), den första negativa organiska tillväxten under Q3, och botten av cykeln under Q1 2020p. Pris/mix är fortfarande positiv, men då volymer börjar minska bör det vara svårt att få igenom prishöjningar och vi förväntar oss att pris/mix ska försvagas mot slutet av 2019p.

### Vinster faller under 2019p och 2020p

Vi tror att marginaler faller från 12% under 2018, till omkring 10% under 2020p. För Q1 estimerar vi en marginal på 11,5% (12,8% under Q1 2018 och 10,4% under Q4 2018). Pris/mix och valutaeffekter kommer hjälpa, samtidigt som kostnaden för de anställda, fortsatt högre råmaterials-kostnader, mindre påfyllningar av lagren samt kostnader från USAs handeltullar kommer tynga.

### Vi ser tvåsiffrig nedsida till konsensus vinster

Med högre marknadsmultiplar och en återhämtning i ledande ekonomiska indikatorer såsom IFO, höjer vi våra målmultiplar från 10x P/E och 8x EV/EBIT till 12x respektive 10x, vilket är i linje med SKF:s 20- och 10-årssnitt. Vår riktkurs är baserad på multiplar på 2021p vinster som är diskonterade till slutet av 2019. Som ett resultat höjer vi vår riktkurs från 124 SEK till 152 SEK, men upprepar Minska. Vi ser en nedsida till konsensus där vi är 12% under 2020p VPA.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/18 07:06

# Millicom

Rek: KÖP

Riktkurs: 730 SEK

Pris: 569 SEK

Analytiker: Stefan Billing

## Vad innebär de nya mellanlångsiktiga målen?

Millicom gav nyligen en mellanlångsiktig plan för LatAm-segmentet tillsammans med deras guidning för 2019 och tror på organisk tjänsteintäkttillväxt på 3-7% i lokala valutor, EBITDA-tillväxt på 4-9%, och OCF-tillväxt (EBITDA minus kapitalinvesteringar) på omkring 10% årligen. Vidare, till följd av bolagets inträde i Panama genom de senaste förvärven, det pågående förvärvet av Telefonicas tre återstående centralamerikanska mobildivisioner innebär att Millicom snart har investerat 2,8 miljarder USD i förvärv med en nästan fördubblad nettoskuld till omkring 3x EBITDA.

### Varför aktien är ett köp

Så fort förvärvet av Telefonica Central America är avslutat kommer Millicom ha en unik fast-mobilposition över de nio LatAm-marknader som de är verksamma i. Deras tillväxtstrategi inom höghastighetsdata levererar starka resultat, ökar konkurrensen och minskar bolagets riskprofil. Vi estimerar 8% årlig OCF-tillväxt mätt i USD över 2018-2023p och ytterligare 5% per år från förvärv. Vi tror att avkastningen kan bli 15% årligen över en sexårsperiod, mätt i USD.

### Värderingsmodell

Vi använder en summan-av-delarna, vilket är främst härlett från en landsbaserad DCF med en COR på 9-17%, vilket ger en 12 månaders riktkurs på 79 USD (730 SEK) per aktie, inklusive konsolideringen och synergierna från pågående förvärv. Den antagna LatAm EV/EBITDA-multipeln på 6,1x för 2020p (eller 5,9% inklusive fulla förvärvssynergier) kan jämföras med 6,1x för Liberty Latam och 4,8x för America Movil. Vi höjer vår riktkurs med 16% från 630 SEK till 730 SEK och upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/16 07:15



# Balder

Rek: KÖP

Riktkurs: 330 SEK

Pris: 300 SEK

Analytiker: Jan Ihrfelt, CFA

## Höjer hyresestimat

Bolaget har konsekvent levererat värden till aktieägarna och har därför historiskt handlats med en premie relativt konkurrenterna, men handlas nu med en rabatt. Nästan 60% av fastighetsportföljen är bostäder med mycket högre stabilitet jämfört med kontor. Det i sig borde leda till en premievärdering då vakansrisken är nära noll. Aktien föll efter det höjda soliditetsmålet till 40% från 35%, men höjd soliditet innebär ännu lägre risk, vilket är positivt långsiktigt. Till följd av ökat NAV, höjer vi riktkursen till 330 SEK (319) och upprepar Köp.

### Skiljer sig från konkurrenterna

Bostadsfastigheter står för mer än 60% av Balders fastighetstillgångar, kontor står för 17% och detaljhandel och hotell utgör resten. Efter förvärvet av Sato i december 2015 är nära 30% av bolagets tillgångar lokaliserade i Helsingfors. Stockholm och Göteborg står för 20% vardera och Öresund för cirka 15%. 10-15% av intäkterna från fastighetsförvaltning kommer ifrån gemensamma affärer med andra bolag (IFPM). Andra SATO-ägare har ett minoritetsägarande i Balder och får omkring 10% av bolagets vinster.

### Byggrättsportföljen ger potential

Balder har målet att skapa en omfattande portfölj av byggrätter med utvecklingsfastigheter och byggprojekt. Syftet är att konstant producera nya hyreslägenheter, bostadsrätter och kommersiella fastigheter under egen förvaltning. Allt som allt har Balder 10 000 byggrättigheter på befintlig mark.

### Inför Q1: höjer vinstsestimat

Balder har inte gjort några stora transaktioner under Q1. Dock, har vi gjort några förändringar till vinstsestimaten inför rapporten. Först, omförhandlingarna mellan hyresföreningarna och fastighetsägarna går mot sitt slut. Hyresintäkter var i genomsnitt 2% för landet, jämfört med vårt estimat på 1,5%. Detta har positiva effekter på både FFO och fastighetsuppvärderingar. För det andra, har vi varit för försiktiga gällande bidraget från Balders projektportfölj. Vi höjer våra estimat för fastighetsuppvärderingar med 200 MSEK för hela estimatperioden.

### Försiktig värdering, 10% rabatt mot 2019p NAV

Som tidigare förväntar vi oss att sektorn handlas i linje med 12 månaders framåtblickande NAV. Med bättre än väntade fastighetsuppvärderingar och FFO, höjer vi vår tillgångsbaserade riktkurs till 330 SEK från tidigare 319 SEK. Med en 10% rabatt till 2019p NAV (sektor på 6%), och fortfarande en del uppsida, upprepar vi vår Köprekommendation.



# Lundin Mining

Rek: KÖP

Riktkurs: 57 SEK

Pris: 54 SEK

Analytiker: Ola Soedermark

## Chapada uppfyller alla krav

Lundin Mining har förvärvat 100% av koppar-guldgruvan Chapade i Brasilien för 800 MUSD från Yamana Gold. Transaktionen lyfter Lundin Minings kopparproduktion med cirka 25% och förväntas stängas tidigt under Q3. Chapada verkar uppfylla alla krav som en producerande, lågkostnadstillgång med tillväxtpotential och värdeadderande från start. Vi ser fortsatt omvärderingspotential och höjer riktkursen till 57 SEK (55) och upprepar Köp.

### Köper Chapada för 800 MUSD

Lundin Mining har ingått en definitiv överenskommelse med Yamana Gold om att förvärva koppar-guldgruvan Chapada i Brasilien för 800 MUSD. I tillägg ska Yamana erhålla 2% i NSR (net smelter return) från guldproduktionen i Suruca och motta upp till 125 MUSD över 5 år om guldet når vissa tröskelnivåer. Chapade väntas addera cirka 25% till Lundin Minings kopparproduktion (50-60 kton per år) och öka kopparreserven med 46%. Transaktionen förväntas avslutas tidigt under Q3 givet vanliga villkor som tredjeparts- och myndighetsgodkännanden.

### Chapada koppar/guld-gruva i Brasilien

Chapada-gruvan i Goiás i Brasilien förväntas producera 54 500 ton koppar och 100 000 oz guld. Det är en lågkostnadsgruva och kopparn håller hög kvalitet. Under 2018 genererade gruvan en försäljning om 475 MUSD med bruttoresultatet på 250 MUSD. Chapada-gruvan har en förväntad livslängd på 28 år vid rådande förbrukningsnivå.

### Vi gillar Lundins förvärv

Vi tycker om att Lundin använder sin kassa för att förvärva en producerande tillgång med tillväxtpotential. Det pågår undersökningar kring att expandera produktionen vid Chapada med 10-20% och under de kommande åren behöver de investera i att expandera avfallshanteringen, vilket bör förbruka en del kassaflöden.

### Solida värden i tillgångar

Vi tycker om Lundins tillgångsbas och kopparexponering och höjer riktkursen till 57 SEK (55) baserad på en reducerad rabatt på 15% (20%) till vår summan-av-delarna på 67 SEK, och 2019p EV/EBITDA på 5,5x (tio-årssnitt på 5,5x). Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/16 07:28

## Intrum

Rek: KÖP

Riktkurs: 295 SEK

Pris: 254 SEK

Analytiker: Robin Rane

## Något sänkta estimat, Köp upprepas

Vi sänker estimaten med 2% för 2019-2021p inför bolagets Q1-rapport den 26 april, i huvudsak beroende på intäktsmotvind i den spanska verksamheten. Vi upprepar Köp och riktkursen 295 SEK.

### Vinstestimat ned cirka 2% för 2019-2021p

Inför Intrums rapport för det första kvartalet sänker vi estimaten med cirka 2% för 2019-2021p. Minskningen beror primärt på intäktsmotvind i den spanska CMS-verksamheten då två kunder sagt upp avtalen efter att ha sålt de underliggande portföljerna. Förlusten av framtida intäkter kompenseras av kunderna och vi förväntar oss en engångsintäkt på 150 MSEK under Q1. Dock kommer de underliggande intäkterna att visa på viss svaghet. Exklusive den positiva engångsintäkten bedömer vi att CMS-intäkterna är oförändrade q/q trots säsongsmissig svaghet, dock stärkta av att samarbetet med Intesa börjar generera intäkter.

### Investment case

Intrum är den största aktören för hantering av förfallna lån på en kontinent som flödar av dåliga lån. Intrum är en av de mest blankade aktierna till följd av oro för skuldsättningen och en rädsla för att industrin kan ha betalt överpriser för skuldportföljer på toppen av konjunkturcykeln. Enligt vår syn har aktien även försvagats av olika syn bland investerare hur man ska värdera verksamheten med köpta fordringar. Vi argumenterar för att det finns utrymme för högre värdering för kvalitetsnamn inom sektorn då industrin blir allt mer sofistikerad och har stigande inträdesbarriärer.

### Värdering

Vi värderar Intrum med en kassaflödesvärdering. Baserat på våra estimat för 2020p handlas Intrum för närvarande till EV/EBITDA på 9,4x och P/E på 8,3x. Vi förväntar oss en direktavkastning på 5,6-6,4% för de kommande tre åren. Vi upprepar Köp och riktkursen 295 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/16 06:25

# Peab

Rek: KÖP

Riktkurs: 97 SEK

Pris: 88 SEK

Analytiker: Albin Sandberg

## På utkik efter ännu ett solitt kvartal

Vi upprepar vår Köprekommendation och riktkursen 97 SEK inför Q1-resultatet som väntas den 9 maj. Tuffa jämförelsetal innebär att orderingen troligtvis kommer vara ner å/å, även om vi noterar att orderboken för slutet av 2018 är upp 14%, vilket ger en god visibilitet på intäkter för 2019p.

### Väldiversifierade bland konstruktionssegmenten

Peabs närvaro bland alla typer av konstruktion och sektorns benägenhet att vara sencyklisk är stödjande faktorer.

### Har flyttat upp ett steg

Vi tror att delvis på grund av gamla arvsproblem, finns det fortfarande frågetecken kring Peabs lönsamhet, vilken har överraskat positivt de senaste åren. Enligt oss är nuvarande marginaler hållbara tack vara förändringar som gjorts, ett striktare fokus på lönsamhet och omfokuserat sin kärnaffär till små och medelstora projekt.

### Inför Q1 den 9 maj

Våra viktigaste förväntningar inkluderar en orderingång på 11,4 miljarder SEK, försäljning på 12,4 miljarder SEK, EBIT på 247 MSEK och en VPA på 0,66 SEK. Peab ger ingen officiell guidning gällande bolagsspecifika resultat, utan går på mer generella marknadsuppdateringar som ges av en tredje part. Vi förväntar oss inga stora förändringar till utsikterna q/q. Vi noterar dock att Sveriges Byggindustrier publicerat uppdaterade estimat för konstruktion (80% av Peabs försäljning), som pekar på en 3% minskning i output å/å för 2019p, även om minskningen främst förklaras av färre nya byggstarter för bostadsfastigheter, då båda segmenten infrastruktur och kommersiella byggnader väntas stiga 4-5%.

### Köp och 97 SEK upprepas

Vi upprepar VPA och utdelning för 2019p-2021p. Vår riktkurs på 97 SEK är baserad på en kombination av summan-av-delarna (viktiga delar inkluderar Construction på 10x 2019p EV/EBIT och kommersiella fastigheter på estimerade marknadsvärden), historiska och jämförelsemultiplar. Vi estimerar att Peab handlas till ett P/E för 2019p på 11x, EV/EBIT på 10,5x och en direktavkastning 5,3% jämfört med deras historiska snitt på 11,3, 10,5 och 5%. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/17 06:31

## AF Pöyry

Rek: KÖP

Riktkurs: 200 SEK

Pris: 166,9 SEK

Analytiker: Ola Soedermark

## Dags att se framåt och se potentialen

Vi menar att det är dags att se framåt och anta att nyemissionen varit lyckosam. Vi ser en god strukturell matchning mellan bolagen och en exponering mot flera starka trender som stödjer efterfrågan. Om man antar en svag rabatt till tidigare års multiplar indikerar det cirka 20% uppsida och vi ser ytterligare potential från synergier. Vi upprepar vår Köprekommendation och höjer riktkursen till 200 SEK (191).

### God industriell och strukturell matchning mellan ÅF och Pöyry

Enligt oss förändrar kombinationen av ÅF och Pöyry spelplanen. Det kombinerade ÅF Pöyry skapar ett ledande, multidisciplinerat ingenjers-, design- och teknikkonsultbolag med kärnmarknader i Norden (75%), Schweiz och Tjeckien. Gruppen kommer också ha tillräcklig kapacitet att lönsamt konkurrera globalt inom energi och vissa områden inom industri. Vi ser tydlig potential för högre synergier än de 80 MSEK (cirka 3% av Pöyry's försäljning) som först presenterades. Tittar man på historiska transaktioner i industrin är omkring 5% av försäljningen i synergier inte orrealistiskt.

### Konsoliderar Pöyry och inkluderar nyemissionen i estimat

Vi konsoliderar Pöyry från slutet av februari i våra ÅF Pöyry-estimat som ett affärsområde, tills vi får mer finansiell data gällande den nya divisionsstrukturen samt IFRS16. Vi har inkluderat synergier på 75 MSEK från H2 2019p, vilka ska öka till 180 MSEK under 2020p, samt omstruktureringkostnader i samma omfång som synergier för 2019p. Som en konsekvens, höjer vi vårt justerade EBITA med 30-40%, men gör mindre justeringar på 0-6% till VPA för 2019p-2020p på grund av den nya mängden aktier.

### Signifikant värderingspotential i det kombinerade bolaget

Vår värdering av ÅF är baserad på en multipel- och kassaflödesvärdering. Vi baserar vår riktkurs på 200 SEK på en kombination av en P/E-multipel på 15x för 2019p-2021p (15,7x de senaste 5 åren), vår summan-av-delarna-värdering på 206 SEK och vår kassaflödesvärdering på 215 SEK (WACC på 7,4%, fri kassaflödestillväxt på 4% under åren 5-10 och 3% slutlig tillväxt). Vi upprepar Köp och höjer riktkursen från 200 SEK (191).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/04/16 06:23

## Bolagsrapporter kommande vecka

Dag	Period	Bolag
Tisdag	Q1	Getinge
Tisdag	Q1	Diös
Tisdag	Q1	Victoria Park
Tisdag	Q1	Millicom
Onsdag	Q1	Tele2
Onsdag	Q1	Volvo
Onsdag	Q1	Kindred
Onsdag	Q1	Castellum
Onsdag	Q1	Husqvarna
Onsdag	Q1	Munters
Onsdag	Q1	Investor
Onsdag	Q1	Alfa Laval
Onsdag	Q1	Lundin Mining
Onsdag	Q1	Kambi group
Onsdag	Q1	Nordic Semiconductor
Onsdag	Q1	Novozymes
Torsdag	Q1	Axfood
Torsdag	Q1	Essity
Torsdag	Q1	New Wave
Torsdag	Q1	Nokia
Torsdag	Q1	Swedbank
Torsdag	Q1	Telia
Torsdag	Q1	Haldex
Torsdag	Q1	Ahlström-Munksjö
Torsdag	Q1	Bonava
Torsdag	Q1	Evolution Gaming
Torsdag	Q1	NetEnt
Torsdag	Q1	SSAB
Torsdag	Q1	Wihlborgs
Torsdag	Q1	Assa Abloy
Torsdag	Q1	Platzer
Torsdag	Q1	SKF
Torsdag	Q1	Stora Enso
Torsdag	Q1	Atlas Copco
Torsdag	Q1	Bulten
Torsdag	Q1	Catena
Torsdag	Q1	Loomis
Torsdag	Q1	Magnolia Bostad
Torsdag	Q1	Metso
Torsdag	Q1	Kone
Torsdag	Q1	Cargotec
Torsdag	Q1	Royal Unibrew
Torsdag	Q1	Wärtsilä
Fredag	Q1	Hembla
Fredag	Q1	Intrum
Fredag	Q1	Kungsleden
Fredag	Q1	Gränges
Fredag	Q1	Klövern
Fredag	Q1	Saab
Fredag	Q1	Skanska
Fredag	Q1	Astra Zeneca
Fredag	Q1	Dometic
Fredag	Q1	Electrolux
Fredag	Q1	JM

Fredag	Q1	Kinnevik
Fredag	Q1	SCA
Fredag	Q1	Autoliv
Fredag	Q1	Hexpol
Fredag	Q1	Trelleborg
Fredag	Q1	Karo Pharma
Fredag	Q1	Aker BP
Fredag	Q1	Entra
Fredag	Q1	Fortum
Fredag	Q1	Konecranes
Fredag	Q1	Yara
Fredag	Q1	Metsä Board
Fredag	Q1	Neste
Fredag	Q1	Valmet
Fredag	Q1	YIT

# Makrostatistik kommande vecka

## Måndag

USA 16:00 Försäljning befintliga bostäder

Period

mar

## Tisdag

JP 02:30 Nikkei Industri-PMI (prel)

apr

USA 15:00 FHFA husprisindex

feb

USA 16:00 Richmond Fed index

apr

## Onsdag

DE 10:00 IFO-index

apr

ECB 10:00 Månadsrapport

## Torsdag

SE 09:00 KI: Konjunkturbarometern

USA 14:30 Order varaktiga varor

USA 14:00 Kansas City Fed Index

apr

SE 09:30 Riksbanken: Räntebesked

## Fredag

JP 01:30 KPI Tokyo

apr

SE 09:30 SCB: Detaljhandel

mar

SE 09:30 SCB: PPI

mar

USA 14:30 BNP (est)

Q1

USA 16:00 Michiganindex (def)

apr



# Viktig information

Investeringsrekommendationer som berörs i denna sammanfattning är distribuerad av Swedbank Strategi & Allokering, en del av Group Savings. Informationen i sammanfattningen baseras på investeringsrekommendationer producerade av KEPLER CHEUVREUX. För viktig KEPLER CHEUVREUX information, vänligen besök <https://research.keplercheuvreux.com/login>.

Swedbank Group Savings är ett affärsområde inom Swedbank AB (publ) (hädanefter kallat Swedbank). Swedbank står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands tillsynsmyndighet (Finantsinspektion).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras detta dokument av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller förlita sig på detta dokument. Med "relevanta personer" avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) enligt the Financial Promotions Order.
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmuntran att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

## KEPLER CHEUVREUX:s rekommendationsstruktur

KEPLER CHEUVREUXS aktieanalysavdelnings rekommendationer och riktkurser utfärdas i absoluta termer, inte relativt något angivet index. En akties rekommendation bestäms efter bedömning av den förväntade uppsidan eller nedsidan av aktien på 12 månaders sikt och härleds från analytikerns riktkurs samt mot bakgrund av företagets riskprofil. KEPLER CHEUVREUXS rekommendationer definieras enligt följande:

**Köp:** Den förväntade uppsidan beräknas komma att bli minst 10 % över de kommande 12 månaderna (minimikravet på uppsidan kan vara högre mot bakgrund av företagets riskprofil).

**Behåll:** Den förväntade uppsidan understiger 10 % (den förväntade uppsidan kan vara högre mot bakgrund av företagets riskprofil).

**Minska:** Det finns en förväntad nedsida.

**Acceptera bud:** I samband med ett, helt eller delvis, övertagandebud, tvångsinlösen eller likande köpförslag anses anbudspriset återspegla aktiens korrekta värde.

**Avvisa bud:** I samband med ett, helt eller delvis, övertagandebud, tvångsinlösen eller likande köpförslag anses anbudspriset undervärdera aktien.

**Under granskning:** En händelse har inträffat med en förväntad signifikant påverkan på vår riktkurs och vi kan inte utfärda en rekommendation innan den nya informationen har bearbetats och/eller när det saknas en ny.

**Ingen rekommendation:** Aktien täcks inte.

**Begränsad:** En rekommendation, riktkurs och/eller finansiell prognos visas inte längre på grund av regelefterlevnad och/eller med hänsyn till andra regleringar.

Rekommendationer och riktkurser kan ibland/tillfälligt vara inkonsekventa med ovanstående definitioner på grund av aktiekursers volatilitet.

## KEPLER CHEUVREUX:s värderingsmetodik och risker

Om inget annat anges i denna sammanfattning bestäms och baseras riktkurser och investeringsrekommendationer på fundamentala analysmetoder och bygger på vanliga värderingsmetoder så som kassaflödesvärdering (DCF), värderingsmultipeljämförelse historiskt och med konkurrenter samt Dividend Discount Model (DDM).

KEPLER CHEUVREUXS värderingsmetodiker och modeller kan i hög grad vara beroende av makroekonomiska faktorer (så som råvarupriser, växelkurser och räntor) likväl som andra externa faktorer inklusive beskattning, reglering och geopolitiska förändringar (så som förändringar av skattepolitik, strejker eller krig). Dessutom kan investerarens förtroende och marknadens sentiment påverka värderingen av företagen. KEPLER CHEUVREUXS värdering baseras även på förväntningar som snabbt kan förändras utan förvarning beroende på utveckling som är specifik för enskilda industrier. Beroende på vilken värderingsmetod som används finns det en betydande risk för att riktkursen inte kommer nås under den förväntade tidsperioden.

KEPLER CHEUVREUXS aktieanalyspolicy är att uppdatera rekommendationer när det anses lämpligt mot bakgrund av nya resultat, marknadens utveckling och all relevant information som kan påverka analytikerns syn och åsikt.

## Potentiella intressekonflikter

Swedbank regleras av interna organisatoriska och administrativa regelverk samt riktlinjer som inrättats i syfte att undvika, identifiera, dokumentera och hantera potentiella intressekonflikter som kan uppstå inom Swedbank, vilka är tillgängliga på begäran.

Dessa regelverk inkluderar bland annat informationsbarriärer, kontakt med KEPLER CHEUVREUX:s aktieanalysavdelning, deltagande i investmentbanksaffärer och översyn samt granskning av analysprodukter. Anställda, som distribuerar investeringsrekommendationer, får som regel inte inneha

aktier eller ha någon position (lång eller kort, direkt eller via derivat) i de aktier eller aktierelaterade instrument i de bolag som KEPLER CHEUVREUX analyserar och som Swedbank distribuerar.

## Företagsspecifika tillkännagivanden & potentiella intressekonflikter

Omnämnda bolag	ISIN	Tilkännagivanden (se nedan)
Skanska	SE0000113250	6
Kambi Group	MT0000780107	Inga tillkännagivanden
Atlas Copco	SE0011166610	Inga tillkännagivanden
SKF	SE0000108227	Inga tillkännagivanden
Millicom	SE0001174970	Inga tillkännagivanden
Balder	SE0000455057	3
Lundin Mining	CA5503721063	6
Intrum	SE0000936478	3
Peab	SE0000106205	Inga tillkännagivanden
AF Poyry	SE0005999836	Inga tillkännagivanden

Förklaring:

1. Swedbank innehar, äger eller kontrollerar 1 % eller mer av bolagets totala emitterade aktiekapital;
2. Bolaget innehar eller äger, direkt eller indirekt, 5 % eller mer av Swedbanks totala emitterade aktiekapital;
3. Swedbank har ett pågående eller ett slutfört publikt investmentbanking-uppdrag med bolaget;
4. Swedbank har ingen pågående eller slutförd publik investmentbanking-uppdrag med bolaget. Med tanke på Swedbanks position på dess marknad bör läsaren dock anta att Swedbank för närvarande söker (eller kommer att söka inom de närmaste tre månaderna och framåt) tillhandahålla konfidentiell investmentbanking-uppdrag för bolaget;
5. Swedbank äger en lång nettoposition som överskrider tröskeln på 0,5 % av emittentens totala emitterade aktiekapital;
6. Swedbank äger en kort nettoposition som överskrider tröskeln på 0,5 % av emittentens totala emitterade aktiekapital;
7. Swedbank är marknadsгарant för eller tillhandahåller likviditet i emittentens finansiella instrument.

## Viktig information om KEPLER CHEUVREUX och Swedbank

Denna sammanfattning är distribuerad i enlighet med ett exklusivt samarbetsavtal mellan KEPLER CHEUVREUX och Swedbank om produktion och distribution av investeringsrekommendationer i vissa Europeiska marknader till kunder i Swedbank.

Sammanfattningen är producerad av Swedbank och baseras på investeringsrekommendationer tillhörande och producerade enbart av KEPLER CHEUVREUX. Investeringsrekommendationer omnämnda i denna sammanfattning är INTE en produkt av Swedbank och samarbetsavtalet innebär inte att Swedbank har någon inblandning i KEPLER CHEUVREUX analys. Därmed har enbart KEPLER CHEUVREUX kontroll över innehållet i investeringsrekommendationerna som denna sammanfattning baseras på och är ansvarig för regelefterlevnaden av tillämpliga lokala lagar, regler och bestämmelser förknippade med investeringsrekommendationerna. Swedbank utövar ingen kontroll över innehållet och/eller de åsikter som uttrycks i investeringsrekommendationerna som denna sammanfattning baseras på.

## Mångfaldigande och spridning

Materialet i detta dokument får inte mångfaldigas utan KEPLER CHEUVREUX och Swedbanks medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

## Adress

Group Savings, Swedbank AB (publ), 105 34 Stockholm.  
Besöksadress: Malmskillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm.